

经济预测分析

第 21 期

国家信息中心

2022年05月10日

美联储政策退出急按“加速键”，美经济复苏进程或画“休止符”

内容摘要：为应对居高不下的通胀压力，5月5日，美联储祭出“加息+缩表”组合拳，宣布加息50个基点，并将从6月1日开始启动缩减资产负债表。相比上一轮政策退出进程，此次美联储货币政策收紧力度更大、速度更快。美联储货币政策退出加速将造成显著紧缩效应和溢出效应，进而可能引发美国经济“硬着陆”，使疫情以来美国经济的复苏进程画上“休止符”。

5月5日，美联储如期宣布加息50个基点，将联邦基金利率目标区间上调到0.75%至1%之间，这是美联储自2000年5月以来最大幅度加息。与此同时，美联储还宣布6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表，将在三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元。

一、双重目标下美联储货币政策“稳增长”让位“控通胀”

就业最大化与物价稳定是美联储货币政策的双重目标。自重启经济以来，叠加财政货币政策助力，美国经济从疫情冲击下快速反弹，就业市场明显改善，但与之相伴的是通胀压力大幅提升，对此，“控通胀”成为双重目标中更重要的一个。

（一）美国经济减速但增长动能仍在

今年以来，由于美国新冠肺炎疫情反复，拜登政府新财年预算迟迟未能在国会通过，刺激政策效应减退、物价走高对居民消费产生抑制作用，美国经济增长明显放缓，4月美国制造业PMI放缓至55.4点，创2020年9月以来新低；非制造业PMI从去年12月的62.3放缓至2月的56.5。尤其是一季度GDP意外环比折年萎缩1.4%，远不及市场预期的1.1%，成为两年以来GDP数据最差的一个季度。但从分项数据来看，美国一季度私人消费和投资都还比较强，分别环比折年增长了2.7%和7.3%，较去年第四季度的2.5%和2.7%有所改善，经济萎缩主要是受贸易逆差、疲弱的库存增长以及政府支出萎缩拖累。所以总体来看，美国经济的扩张动能仍在，这也是美联储加息的底气所在。

（二）通胀飙升加速货币政策调整步伐

不断飙升的国内通胀压力和通胀预期是促成此次美联储加息的直接原因。由于疫情解封后需求迅速复苏，供应链遭遇瓶颈以及大规

模财政货币刺激等影响，自 2021 年 4 月开始，美国核心通胀率持续超过 2%。今年 2 月下旬爆发的俄乌冲突更进一步加剧了美国的通胀风险，3 月美国消费者物价指数（CPI）同比涨幅扩大至 8.5%，再创 40 年来新高。通胀持续“爆表”使得美联储主席鲍威尔不得不放弃此前坚称的“通胀暂时论”，他在 3 月议息会议后承认，美国通胀和通胀预期面临进一步的上行压力，并称“通胀可能需要比之前预期更长的时间才能恢复到我们的价格稳定目标”。

（三）劳动力市场短缺加大通胀压力

2021 年以来，随着经济的持续复苏，美国劳动力市场也持续恢复，美国非农失业率由最高时的 14.7% 下降至今年 3 月份的 3.6%，接近疫情爆发前的水平，美联储预计失业率将在今年年底降至 3.5%，基本实现充分就业。过去 12 个月美国非农业部门月均新增就业人数达到 54 万人，今年 2、3 月份也分别达到 75 万和 43 万人，远高于疫情前水平，显示失业救济补助到期后，人们在快速重返劳动市场。与此同时，美国劳动力短缺问题依然较为突出。劳工部数据显示，劳动力市场的岗位空缺数量在去年 6 月份后持续超过 1000 万个，超过登记的失业人口总数，今年 3 月份仍高达 1155 万个。劳动力短缺导致的工资价格螺旋上升也成为美国高通胀较预期更为持久的一个重要原因。美联储数据显示，美国一季度私营企业劳动成本同比上升 5%，同比增速为二十年来高位。对此鲍威尔曾表示，如果通胀要回到美联储设定的 2% 水平，希望看到工资增长开始放缓。加息因而也成为美联储延缓工资增长的一个手段。

二、美联储货币政策退出按下“加速键”

为遏制不断高企的通胀压力，美联储不得不连续加快刺激性货币政策的退出进程，在去年 11 月宣布启动缩减购债规模后，今年 3 月

将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，并结束了新增债券的购买。此次“加息+缩表”是美联储货币政策退出的又一次大提速。

（一）加速基准利率向正常水平回归

由于通胀压力更大且更为持久，相比上一轮加息周期每次 25 个基点的加息幅度，此次美联储决定将美国联邦基金利率上调 50 个基点至 0.75% 至 1% 的水平，成为自 2000 年以来最大幅度的加息。而且，美联储临时主席鲍威尔暗示，今后两次议息会议加息规模仍将为 50 个基点。根据 3 月议息会议后公布的预测材料，联储官员预期的长期利率水平为 2%—3%，这也可以被认为是美国的自然利率水平。上一轮加息周期时，美联储通过 9 次加息，用三年时间，在 2018 年 12 月将联邦基金目标利率区间提升至 2.25%—2.5%，基本回升至自然利率水平。如按照当前预期的加息速度，年内美联储还有五次议息会议，这意味着美联储年底前就能达到这一区间，完成利率正常化用时不足上一轮的 1/3。

（二）加快资产负债表瘦身步伐

大幅加息的同时，美联储还公布了的“缩减美联储资产负债表规模的计划”，从 6 月 1 日开始以“可预测的方式”缩减资产负债表。上一轮货币政策正常化期间，美联储从首次加息到首次缩表中间相隔近 3 年，此次仅相隔 3 个月。而且，上次起始缩减规模为每个月 100 亿美元，此后按照每三个月一次的频率，递增至每月最高缩减 500 亿美元购债规模的上限。而此次初始阶段缩减规模为 475 亿美元，三个月后减持规模将扩大至 950 亿美元，缩减规模接近翻番。上一轮缩表美联储资产负债表规模从 4.46 万亿美元降至 3.76 万亿美元，缩水约 7000 亿美元。当前美联储总资产规模已经接近 9 万亿美元，鲍威

尔在 3 月时曾表示，此次缩表过程大约需要三年时间，缩表规模将超过 3 万亿美元。

三、美国经济复苏进程或画“休止符”

历史上不乏美联储大幅加息导致美国经济陷入衰退的先例。上世纪 70 年代末 80 年代初，为应对飙升的通胀，时任美联储主席保罗·沃克尔迅速收紧货币政策，联邦基金利率自 1979 年年中的 10% 左右大幅上调至 1981 年 6 月的 20% 附近，美国经济也随之分别于 1980 年和 1982 年两度陷入衰退。此次美联储加息之前，市场对美国经济陷入衰退的担忧已经开始蔓延，2 年期美债收益率和 10 年期收益率出现倒挂，而这往往是美国经济陷入衰退的前兆。而且，高盛、摩根士丹利、美国银行等华尔街投行也纷纷发声警示衰退风险，高盛报告预测美国经济在未来 24 个月内衰退的可能性达到 35%。

（一）恶化家庭资产负债状况

美国私人消费占 GDP 的比重达 70%，是美国经济最重要的支撑项。尽管美国居民名义工资收入因劳动力市场紧张而持续上涨，但由于联邦失业补助到期、高通胀侵蚀购买力等因素，美国个人实际可支配收入在不断缩水，在去年 8 月至今年 3 月的八个月中，有七个月环比下降。美国居民的高消费一定程度上是在依靠储蓄和借债维持。3 月美国个人储蓄占可支配收入的比例已经降至 6.2%，为 2013 年 3 月以来的最低水平。根据纽约联储公布的美国家庭债务和信贷报告，截至 2021 年底，美国家庭债务总额达到 15.58 万亿美元，创 2007 年以来的最大增幅。抵押贷款和汽车贷款是美国家庭债务增长的主要推动力。而且，去年第四季度信用卡余额增加了 520 亿美元，创有数据记

录 22 年以来的最大季度增幅。美联储快速加息意味着消费者的债务成本进一步上升,家庭现金流情况加速恶化,进而导致消费增长失速。

(二) 削弱企业投资增长动力

尽管一季度美国私人企业固定资产投资增长强劲,但美联储加息将提升美国企业融资成本,降低企业投资意愿。而且,美国建筑投资已经连续四个季度环比下降,美国房贷成本自今年年初以来追随 10 年期美债收益率涨势一直在飙升,房地美数据显示,30 年期抵押贷款利率平均水平从 2022 年初的 3%左右跃升至 5%以上,创 2010 年以来的新高。房贷利率的上升将令美国房地产市场进一步降温,不利于房地产投资增长。此外,由于疫情后消费迅速复苏以及供应链中断导致企业生产中断,美国制造业存货一度持续下降,2020 年底以来美国企业加速补库存,使存货水平迅速攀升,尤其是去年四季度,成为拉动美国经济的重要因素,对 GDP 增速的拉动超过 5.3 个百分点。随着企业补库增速达到顶峰,美国库存周期迎来拐点。一季度美国私人存货投资的拉动降至-0.84%,成为 GDP 环比萎缩的重要原因,未来美国企业补库存对经济的拉动作用将进一步降低。

(三) 刺破金融资产价格泡沫

美联储长期保持超低利率及量化宽松政策导致市场流动性泛滥,刺激了投资者的风险偏好情绪,导致资产价值的高估。除资产购买计划压低美国国债收益率、带来债市牛市外,美国三大股指自 2020 年 11 月份后就不断刷出新的历史高点,截至今年 1 月初,三大股指基本较疫情后的最低点翻番。同时,美国房地产价格也节节攀升,标普/CS20 个大中城市房价指数自 2020 年 12 月一直保持同比两位数增长,今年 2 月达到 296.4 点的历史新高。资产泡沫膨胀带来的财富增

值也刺激美国居民重回借贷消费的老路。纽约联邦储备银行 8 日发布报告显示，受住房和汽车贷款激增影响，美国家庭债务总额在 2021 年增加了 1.02 万亿美元，创 2007 年以来的最大增幅。“缩表”和加息带来的流动性收缩和利率上升达到一定临界值后可能令资产价格大幅调整，截至 4 月底美国三大股指较年初高点回落超过 10%、纳斯达克指数跌幅超过 20%，还将造成居民财富缩水，加重偿债负担，从而导致杠杆率迅速抬升，引发新的危机。

（四）遭到紧缩溢出效应“反噬”

美联储加息具有显著的示范效应和溢出效应。去年下半年以来，不仅巴西、俄罗斯、阿根廷、南非等新兴经济体大幅加息，英国、加拿大、新西兰等发达经济体也开启了连续加息模式。各国货币政策收紧不仅会造成全球经济增长放缓，美国等发达经济体的快速加息还会导致新兴经济体资本大规模外流和货币贬值。当前，新兴经济体经济状况不容乐观，高通胀、地缘政治形势紧张以及疫情以来创历史新高的债务水平进一步加剧新兴经济体的脆弱性。国际金融研究所数据显示，近年来新兴市场经济体的债务水平大幅上升，未偿债务总额从大约 5 年前的不足 65 万亿美元跃升至 2021 年底的近 100 万亿美元。IMF 警告称，美联储及全球各大央行抗击通胀的努力，或使得背负高额外币债务的新兴市场进一步陷入经济困境。IMF 数据显示，近 60% 的低收入国家已陷入债务危机或处于债务高风险状态。而中等收入发展中国家的偿债负担已经处于 30 年来最高水平。美联储加息将促使各国被动跟进加息，引发新兴经济体金融危机，造成世界经济增长减速，从而“反噬”美国经济。

综上所述，美联储货币政策加速收紧将通过抬高居民企业融资成

本、削弱消费投资信心、引发资产价格动荡、触发世界经济减速等，对美国经济造成紧缩效应，对世界经济形成溢出效应，进而增大美国陷入经济衰退的可能。

（执笔：赵硕刚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142, 68557122
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210